

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

PERFORMANCE À LONG TERME DES FUSIONS-ACQUISITIONS
CANADIENNES

MÉMOIRE
PRÉSENTÉ
COMME EXIGENCE PARTIELLE
DE LA MAÎTRISE EN ADMINISTRATION DES AFFAIRES

PAR
IMÈNE B'CHIR

NOVEMBRE 2011

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

Je remercie en premier lieu **Monsieur Maher Kooli**, mon directeur de recherche, qui a eu la générosité de me proposer ce thème. Je lui exprime ma reconnaissance pour sa disponibilité, son soutien ainsi que pour les précieux conseils qu'il m'a prodigués.

Je remercie également ma famille pour ses encouragements et particulièrement mon époux pour son soutien ainsi que sa patience.

TABLE DES MATIÈRES

RÉSUMÉ.....	7
INTRODUCTION GÉNÉRALE.....	1
CHAPITRE I	
CADRE CONCEPTUEL.....	5
INTRODUCTION	6
1.1 DÉFINITION	6
1.2 TYPOLOGIE.....	7
1.3 CRITÈRES D'ÉVALUATION DU SUCCÈS DES FUSIONS-ACQUISITIONS	8
1.4 MOTIVATIONS THÉORIQUES DES FUSIONS-ACQUISITIONS.....	9
1.4.1 EFFETS DE SYNERGIE ET THÉORIE DE L'EFFICIENCE	10
1.4.1.1 SYNERGIES FINANCIÈRES	11
1.4.1.2 SYNERGIES MANAGÉRIALES	11
1.4.1.3 SYNERGIES OPÉRATIONNELLES.....	11
1.4.2 THÉORIE D'AGENCE.....	12
1.4.3 OPPORTUNISME MANAGÉRIAL (HUBRIS HYPOTHESIS).....	13
1.4.4 POUVOIR DE MARCHÉ ET THÉORIE DU MONOPOLE	13
1.4.5 ASYMÉTRIE DE L'INFORMATION	14
1.4.6 THÉORIE DU RAIDER	14
CONCLUSION	15
CHAPITRE II	
PERFORMANCE À LONG TERME DES ACQUÉREURS.....	17
INTRODUCTION	18
2.1 ÉTUDES AMÉRICAINES	18
2.2 ÉTUDES CANADIENNES	21
CONCLUSION	25
CHAPITRE III	
DÉTERMINANTS DE LA PERFORMANCE À LONG TERME.....	26
INTRODUCTION	27

3.1 MODE DE PAIEMENT	27
3.2 ENTREPRISES DE VALEUR VERSUS ENTREPRISES DE CROISSANCE.....	28
3.3 ATTITUDE DE L'ACQUÉREUR.....	30
3.4 SECTEUR D'ACTIVITÉ	31
3.5 STATUT DE LA CIBLE	32
3.6 PAYS DE LA CIBLE	32
CONCLUSION	33

CHAPITRE IV

DIMENSION MÉTHODOLOGIQUE.....	34
INTRODUCTION	35
4.1 LES ÉTUDES EN TEMPS ÉVÈNEMENTIEL.....	36
4.1.1 LES RENDEMENTS ANORMAUX CUMULÉS (CUMULATIVE ABNORMAL RETURNS).....	36
4.1.1.1 LE BIAIS DE MESURE (MEASUREMENT BIAS)	37
4.1.1.2 LE BIAIS DU SURVIVANT (SURVIVOR BIAS OU NEW LISTING BIAS)	37
4.1.1.3 LE BIAIS D'ASYMÉTRIE (SKEWNESS BIAS)	38
4.1.2 LA MÉTHODE D'ACHAT-CONSERVATION BHAR (BUY AND HOLD ABNORMAL RETURN).....	38
4.2 LES ETUDES EN TEMPS CALENDRAIRE	40
4.2.1 LE MODÈLE DE FAMA ET FRENCH (1993).....	41
4.2.2 LA MOYENNE MENSUELLE DES RENDEMENTS ANORMAUX CALENDRAIRES.....	42
CONCLUSION	43

CHAPITRE V

DONNÉES ET MÉTHODOLOGIE.....	45
5.1 DONNÉES ET DESCRIPTION DE L'ÉCHANTILLON	46
5.1.1 DONNÉES	46
5.1.2 STATISTIQUES DESCRIPTIVES	47
5.2 MÉTHODOLOGIE.....	50

CHAPITRE VI

ANALYSE DE LA PERFORMANCE À LONG TERME

DES ACQUÉREURS CANADIENS	53
INTRODUCTION	54
6.1 PERFORMANCE À LONG TERME DES ACQUÉREURS CANADIENS	54
6.1.1 RÉSULTATS AVEC CHEVAUCHEMENT	55
6.1.2 RÉSULTATS SANS CHEVAUCHEMENT	56
6.2 DÉTERMINANTS POTENTIELS DE LA PERFORMANCE À LONG TERME DES ACQUÉREURS CANADIENS.....	58
CONCLUSION GÉNÉRALE	63
BIBLIOGRAPHIE	66

LISTE DES FIGURES

Figure 1. Critères d'évaluation des fusions-acquisitions.....	9
Figure 2. Évolution des fusions-acquisitions au canada (1994-2009) ..	48

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Motivations théoriques des F-A	10
Tableau 2: Principales études sur la performance à long terme des acquéreurs	24
Tableau 3: description de l'échantillon.....	49
Tableau 4: Top 10 des transactions les plus importantes	49
Tableau 5: Rendements anormaux du modèle à 3 facteurs de Fama et French (1993) avec chevauchements (portefeuilles équipondérés).....	55
Tableau 6: Rendements anormaux du modèle à 3 facteurs de Fama et French (1993) avec chevauchements (portefeuilles pondérés par la capitalisation)	56
Tableau 7: Rendements anormaux du modèle à 3 facteurs de Fama et French (1993) sans chevauchements (portefeuilles équipondérés).....	57
Tableau 8: Rendements anormaux du modèle à 3 facteurs de Fama et French (1993) sans chevauchements (portefeuilles pondérés par la capitalisation)	57
Tableau 9: Rendements anormaux en temps calendaire selon les différents déterminants	62

RÉSUMÉ

Nous étudions dans ce travail la performance à long terme des acquéreurs canadiens pour 1337 opérations de Fusions-Acquisitions ayant eu lieu entre 1994 et 2009. Nous utilisons le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) dans le cadre de l'approche calendaire. Nous procédons également à différents tests de robustesse (portefeuilles équi-pondérés, portefeuilles pondérés par la capitalisation, cas avec chevauchements et cas sans chevauchements). Nos résultats suggèrent que les acquéreurs canadiens sous-performent significativement sur un horizon de 36 mois. L'analyse des facteurs potentiels de cette sous-performance appuie l'hypothèse de la sous-performance des acquéreurs.

Mots clés: fusions-acquisitions; performance à long terme; approche calendaire

Introduction Générale

Sous l'impulsion du mouvement de mondialisation, les marchés financiers connaissent depuis trois décennies un essor spectaculaire des opérations de fusions-acquisitions. Ces opérations s'inscrivent dans le cadre des stratégies de croissance externe des entreprises et sont souvent motivées par la recherche de synergies et la conquête de nouveaux marchés, qui *in fine* sont censées accroître la valeur boursière.

Le marché canadien n'échappe pas à cette tendance. Les F-A connaissent également une expansion fulgurante depuis près de trois décennies. Selon KPMG¹ les F-A ont été évaluées à 89 milliards de US\$ en 2005, à 173,6 milliards de US\$ en 2006 et à 268,6 milliards en 2007. L'année 2008 a marqué, à cause de la crise mondiale, une chute de la valeur des transactions effectuées, celles-ci sont passées à 131,5 milliards de dollars. Actuellement, même si le sommet de 2007 n'est pas atteint cette tendance haussière se confirme. Selon un rapport² publié au début de l'année 2011 par Pricewaterhouse Coopers l'activité des F-A au Canada a battu des records mondiaux en 2010 avec une progression de 25% du nombre et de la valeur des transactions.

¹ <https://www.kpmg.com/ca/fr/issuesandinsights/articlespublications/pages/ma-results-for2010-lackluster-but-kpmg-says-canada-is-set-for-a-big-comeback.aspx>

² <http://www.pwc.com/ca/fr/media/release/2011-01-21-canadian-deals-at-5-year-high.html>

Sur le plan académique, nous assistons également depuis les trois dernières décennies à une prolifération remarquable d'études s'intéressant à divers aspects des F-A. Le processus de création de valeur ainsi que les déterminants potentiels de cette dernière, ont fait l'objet d'une attention particulière de la part des chercheurs. Si une grande majorité des recherches empiriques traite de la performance à court terme, force est de constater que la performance à long terme reste relativement peu étudiée.

Par ailleurs, il convient de signaler que ces études sont en majorité effectuées dans le contexte américain et que le contexte canadien reste très peu exploré. Malgré l'enthousiasme évident des dirigeants pour les F-A, les résultats révèlent dans l'ensemble que ces opérations sont bien profitables aux actionnaires de la cible qu'à ceux de l'acquéreur.

Nous nous intéressons dans ce travail au processus de création de valeur dans le cadre de F&A canadiennes. Nous nous proposons de répondre plus exactement aux questions suivantes : Les F-A canadiennes sont-elles créatrices ou destructrices de valeur à long terme pour les acquéreurs? Quels sont les facteurs qui permettent d'expliquer le succès ou l'échec de ces opérations?

Notre intérêt pour cette problématique est motivé d'abord par le fait que les F-A canadiennes restent peu explorées dans la littérature. De plus, même s'il s'agit d'un marché développé qui présente beaucoup de similitudes avec le contexte américain, il existe des différences

règlementaires substantielles entre le Canada et les États-Unis notamment en matière de concurrence et de prises de contrôle.

D'abord, la loi sur la concurrence est plus flexible au Canada qu'aux États-Unis. En effet, en vertu de la loi canadienne sur la concurrence (LRC) Le Tribunal de la concurrence ne peut conclure qu'une opération de F-A de réduire la concurrence sur la base de la concentration ou de la part du marché³. L'article 96 de cette Loi prévoit également une exception lorsque l'opération «*a. pour effet d'entraîner des gains en efficience qui surpassent ou neutralisent les effets de l'empêchement ou de la diminution de la concurrence qui résulterait du fusionnement* ». En revanche aux États-Unis, la loi est plus stricte à l'égard des acquéreurs.

De plus, les prises de contrôle hostiles ont plus de chances d'aboutir au Canada qu'aux États-Unis. Une cible canadienne ne peut refuser une offre sans permettre à ses actionnaires de la considérer et les mesures défensives sont généralement inefficaces. Aux États-Unis, les cibles peuvent se défendre par la mise en place de différentes tactiques (pilules empoisonnées « *poison pills* », l'échelonnement des mandats du conseil d'administration « *staggered board* »...).

Ces différences interviennent vraisemblablement dans la décision de procéder à une F-A (choix de la cible, prime payée, probabilité de succès de l'opération)

³ Pour plus de détails : <http://laws-lois.justice.gc.ca/fra/lois/C-34/page-76.html#h-40>

Notre travail de recherche s'inscrira dans le prolongement des travaux de André et al., (2004) et de Jog et Dutta (2009). En considérant un échantillon plus large couvrant 1765 acquisitions canadiennes sur la période 1994-2009, et en effectuant plusieurs tests de robustesse, notre travail permet une compréhension plus approfondie de la problématique de la création de valeur à long terme.

Notre travail suivra le cheminement suivant; dans le but de bien circonscrire la problématique de la performance des F-A, le premier chapitre sera consacré à la présentation du cadre conceptuel. Au deuxième chapitre, nous procéderons à un survol de la littérature dans lequel nous synthétiserons les résultats des principales études empiriques sur le sujet. Par la suite, nous nous intéresserons aux déterminants identifiés dans la littérature comme étant source de sur ou de sous performance des F-A. Nous enchaînerons avec une présentation des différentes méthodologies de calcul de la performance à long terme dans le cadre des études événementielles. La description de notre échantillon et la présentation de la méthodologie choisie feront l'objet du chapitre cinq. Le dernier chapitre sera consacré à l'interprétation des résultats trouvés. Nous conclurons avec un rappel des principaux résultats et les voies futures de recherche.

CHAPITRE I

CADRE CONCEPTUEL

Introduction

L'engouement des entreprises pour les F-A constaté durant les dernières décennies est motivé en général par la volonté de réaliser des synergies et de conquérir de nouveaux marchés dans un but ultime d'accroître la valeur de la firme. Cet engouement a suscité beaucoup d'intérêt dans le monde académique. Ceci s'est traduit par l'émergence de tout un cadre théorique qui tente d'apporter une réponse à cette question : comment ces opérations permettent-elles de créer de la valeur?

Ce chapitre a pour principal objectif de présenter le cadre conceptuel de notre étude. Il nous permettra de mieux comprendre le processus de création de valeur lié aux F-A et de mieux cerner le fonctionnement et les mécanismes de ce processus. Nous commencerons d'abord par une définition et une catégorisation des F-A. Par la suite, nous présenterons les critères d'évaluation du succès des F-A et ce dans le but de bien comprendre la perspective de notre étude. Nous enchaînerons, ensuite, par une revue de la littérature théorique sur les motivations sous-jacentes aux F-A.

1.1 Définition

Le terme F-A est très couramment utilisé dans le monde des affaires mais bien souvent de façon imprécise. En effet, ce terme générique qui désigne habituellement l'ensemble des activités de regroupement d'entreprises impliquant un transfert de propriété, renvoie en réalité à différentes situations.

On parle de fusion, lorsqu'il y a mise en commun des patrimoines de deux entreprises de laquelle naît une nouvelle entité économique distincte. Lors d'une acquisition, une entreprise (acquéreur) prend le contrôle d'une autre entreprise (cible) soit par :

- Un achat d'actions à un cours préétabli suite à des négociations avec les actionnaires de la cible.
- Un ramassage hostile sur la bourse dans le but de détenir un bloc de contrôle.
- Un échange d'actions dans lequel la firme initiatrice offre aux actionnaires de la cible des actions du nouvel ensemble sur la base d'une parité établie suite à des négociations entre les deux parties.

L'achat d'actifs désigne une autre forme de regroupement qui s'inscrit dans le cadre des F-A. Il s'agit de l'achat d'une partie seulement des actifs en prenant en charge la partie des passifs qui s'y rattachent.

1.2 Typologie

Les opérations de F-A sont classiquement classées dans trois grandes catégories : les F-A horizontales, les F-A verticales et les F-A conglomerales.

- Les F-A horizontales : Il s'agit du type de F-A le plus répandu. Les F-A horizontales impliquent un regroupement entre des entreprises ayant des activités complémentaires en termes de

produits, de compétences, de clientèle, de réseaux de distribution...

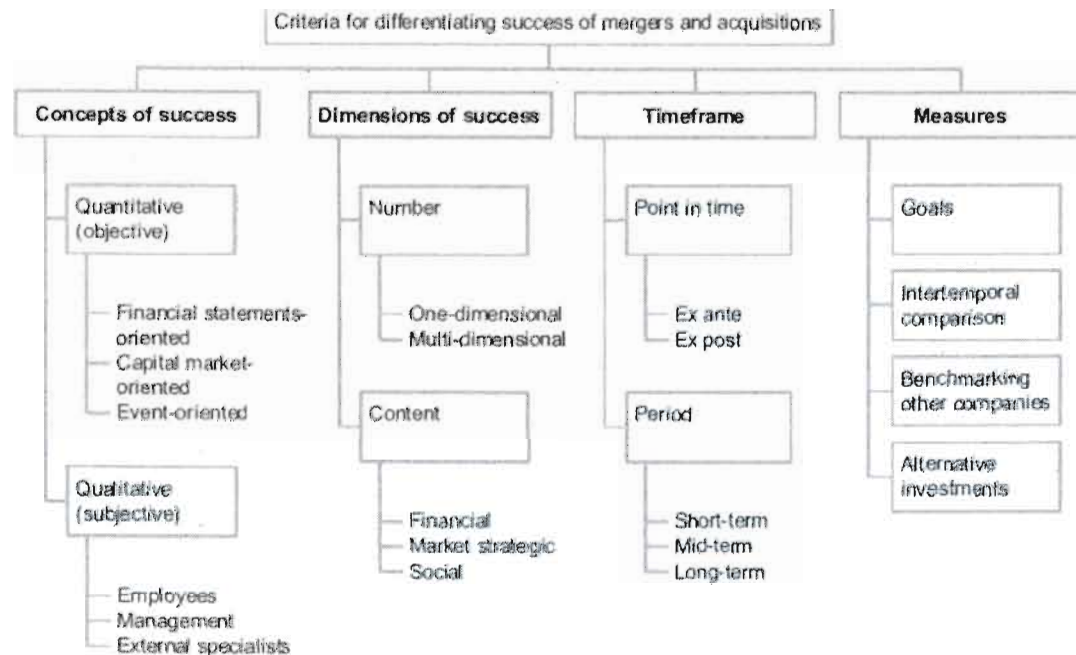
- Les F-A verticales : Elles impliquent un regroupement entre deux entreprises de la même filière en amont ou en aval principalement dans le but de réduire les coûts de transaction.
- Les F-A conglomerates : Ce type d'opérations entraînent un rapprochement entre entreprises ayant des activités différentes et ont pour but principal la pénétration de nouveaux marchés.

1.3 Critères d'évaluation du succès des Fusions-Acquisitions

Mesurer le succès d'une F-A est tributaire de l'optique dans laquelle on se place. En général, une opération est considérée comme réussie lorsque les objectifs fixés sont atteints.

Ceci étant dit, différents critères existent dans la littérature pour mesurer le succès d'une F-A. Ces critères diffèrent en fonction de la nature de l'objectif fixé (quantitatif ou qualitatif), de la dimension (stratégique, financière, sociale...), du cadre temporel (ex-ante ou ex-post, long terme vs court-terme) et enfin de la technique d'évaluation choisie (comparaison dans le temps, benchmarks, objectif fixé...). La figure ci-dessous expose les différents critères d'évaluation du succès des F-A.

Figure 1. Critères d'évaluation des fusions-acquisitions



Source: Bösecke, K. 2009. "Value Creation in Mergers, Acquisitions, and Alliances"

1.4 Motivations théoriques des Fusions-Acquisitions

Face à la croissance fulgurante des opérations de F-A, une question se pose : quelles sont les motivations qui incitent les entreprises à procéder à de telles opérations ? Si la réponse explicite ne se trouve pas dans la théorie du contrôle (*corporate control*), elle est néanmoins fournie par d'autres théories. Cette section sera consacrée à la présentation des différentes approches théoriques qui traitent de la question. Notre but n'étant pas de faire une analyse approfondie de ces théories, nous passerons en revue leurs principaux apports en mettant l'accent sur celles orientées vers les intérêts des actionnaires.

Tableau 1 : motivations théoriques des F-A

Théorie	Mécanisme
Théorie de l'efficience	Recherche de synergies
Théorie de l'agence	Rôle disciplinaire
Hypothèse de l'hubris	Confiance excessive des dirigeants
Théorie du monopole	Barrières à l'entrée
Asymétrie informationnelle	Information privée détenue par les dirigeants
Théorie du Raider	Transfert de richesse des actionnaires de la cible vers ceux de l'acquéreur

1.4.1 Effets de synergie et théorie de l'efficience

Selon la théorie de l'efficience, les effets de synergies sont les principaux objectifs des fusions-acquisitions. Les approches théoriques qui proposent une explication basée sur le concept d'efficience, partent de l'hypothèse que les dirigeants sont rationnels et que leur objectif de maximiser la valeur de la firme.

Un effet de synergie se définit comme une augmentation de la valeur de la firme résultant d'une gestion plus efficace des différents moyens de production lorsque deux ou plusieurs entreprises se regroupent. Ces synergies peuvent être réalisées à plusieurs niveaux : financier, managérial et opérationnel.

1.4.1.1 Synergies financières

Elles résultent de la baisse du coût de capital. Cette baisse peut se réaliser de trois façons différentes. Lorsque la F-A implique une diversification non reliée, les profits de la firme deviennent plus stables, et ainsi le risque d'insolvabilité diminue. Weston et Chung (1983) affirment, dans ce sens, que l'augmentation de la capacité d'endettement suite à la F-A permet à la nouvelle firme de réduire son coût de capital. D'une autre part, l'augmentation de la taille de l'entreprise lui confère une meilleure visibilité, davantage de crédibilité auprès des marchés et donc un financement moins coûteux par rapports aux petites entreprises.

1.4.1.2 Synergies managériales

Selon Jensen et Murphy (1988) Ces synergies peuvent être réalisées lorsque la direction de l'une des compagnies de la F-A a de meilleures capacités de gestion dont l'autre peut profiter pour améliorer sa performance.

1.4.1.3 Synergies opérationnelles

Ces synergies découlent principalement des économies d'échelle et des économies d'envergure⁴. Elles sont souvent citées comme la première motivation des F-A.

⁴ Les économies d'échelles sont définies comme étant la baisse du coût moyen unitaire de production engendrée par l'augmentation de la quantité produite. Les économies d'envergure désignent la baisse du coût de production suite à la production simultanée par une même firme de différents produits

1.4.2 Théorie d'agence

La firme est décrite dans cadre de la théorie d'agence comme un nœud de contrat entre plusieurs acteurs ayant des intérêts divergents (Coase, 1937). Dirigeants et actionnaires, tout comme les autres acteurs, sont des individus opportunistes qui cherchent à maximiser leur bien-être respectif souvent au détriment les uns des autres (Jensen et Meckling, 1976). Le marché du contrôle représente dans ce contexte un outil disciplinaire puissant. En effet, les dirigeants seront incités à travailler davantage de crainte d'être la proie d'une prise de contrôle hostile et de perdre ainsi leurs emplois. Martin et McConnel (1991) confortent cette hypothèse et montrent que les firmes acquises pour des motifs disciplinaires sont celles qui ont été les moins performantes avant l'offre. Ainsi, la menace d'une prise de contrôle aura pour conséquence l'amélioration de la performance de la firme et par la même une diminution des coûts d'agence.

En revanche lorsqu'ils disposent d'importants flux discrétionnaires, les dirigeants -animés par des motivations salariales et de prestige- peuvent s'en servir pour accroître la taille de l'entreprise au-delà de son niveau optimal, en s'engageant dans des F-A peu rentables. C'est l'hypothèse des « *free cash flows* » de Jensen (1986).

Toujours dans la perspective d'agence, Shleifer et Vishny (1989) parlent d'enracinement des dirigeants. Ces derniers mettent en œuvre des mécanismes de façon à se rendre indispensables à la firme.

1.4.3 Opportunisme managérial (Hubris hypothesis)

L'hypothèse de l'opportunisme managérial ou *hubris hypothesis* doit sa genèse au travail de Roll (1986). Roll s'appuie sur l'hypothèse de l'efficience des marchés. Il affirme que dans un marché efficient où les entreprises sont estimées à leur juste valeur, aucune forme de regroupement ou de réorganisation d'entreprise ne peut générer des profits supplémentaires. Roll estime qu'en évaluant les retombées des opérations de F-A, les dirigeants font preuve d'un excès de confiance : *Hubris*. Ce terme inspiré de la mythologie grecque, désigne un sentiment de confiance ou d'estime personnelle exagérée conduisant généralement l'individu à s'offrir des rétributions. Ainsi, cet excès de confiance conduit selon la théorie de l'hubris à ce que les dirigeants payent des primes trop élevées pour payer leurs acquisitions.

Hayward et Hambrick (1997) identifient quatre facteurs expliquant ce comportement :

- La récente performance de l'entreprise.
- Les éloges faites au dirigeant dans les médias.
- L'importance personnelle du chef d'entreprise mesurée par son niveau de rémunération par rapport aux autres dirigeants.
- Un indice composite des trois premiers facteurs.

1.4.4 Pouvoir de marché et théorie du monopole

Dans une perspective de stratégie d'entreprise, la théorie du monopole conçoit les F-A comme un moyen pour la firme de consolider sa

position sur le marché. Plus précisément, l'objectif principal d'une F-A, dans cette optique, est d'augmenter les parts de marché ainsi que de renforcer les barrières à l'entrée. Ceci confère à la nouvelle entité un pouvoir de négociation supérieur aussi bien avec ses fournisseurs qu'avec ses clients (Jensen et Ruback, 1983). Par ailleurs, des auteurs tels que Chatterjee (1986) ou encore Porter (1985) parlent respectivement de synergies collusives et d'interrelations entre concurrents. Ces synergies collusives sont réalisables dans les opérations conglomerates ou verticales. Ainsi, si une F-A aboutit à une situation de monopole, la nouvelle firme sera capable de réduire ses coûts, d'augmenter ses profits et augmenter par conséquent sa valeur boursière.

1.4.5 Asymétrie de l'information

Cette théorie repose sur l'hypothèse d'asymétrie d'information. L'acquéreur peut en effet privilégier d'un avantage informationnel par rapport au reste du marché. En effet, grâce à leurs relations, les dirigeants de la société acquéreuse bénéficient souvent d'informations privilégiées concernant la sous-évaluation d'une cible ou encore concernant les avantages potentiels d'une alliance avec la cible (Steiner, 1975; Holderness et Sheehan, 1985; Ravenscraft et Scherer, 1987).

1.4.6 Théorie du Raider

Holderness et Sheehan (1983) définissent le « *raider* » d'une entreprise comme étant la personne responsable du transfert des richesses des

actionnaires de la firme pour laquelle il fait une offre d'achat. La création de valeur découle donc dans cette théorie, du transfert de richesses des actionnaires de la cible au profit de ceux de la firme acquéreuse. Ce transfert de richesse peut prendre la forme d'un chantage financier « greenmailing » ou de rémunérations excessives en cas de succès de l'opération. Une fois qu'il a ramassé une partie suffisante des titres de la cible, le « greenmailing » consiste à ce que l'acquéreur propose aux actionnaires de cette dernière de leur revendre leurs actions en contre partie d'une prime substantielle.

Ceci dit, cette théorie a fait l'objet de plusieurs critiques notamment celles de Trautwein (1990) et Jensen (1984) qui mettent en cause son manque de cohérence. En effet, l'achat par les dirigeants des titres de la cible contre une prime puis la revente de ces mêmes titres, pourrait leur faire perdre leur légitimité auprès de leurs actionnaires.

Conclusion

Ce chapitre nous a permis de présenter le cadre conceptuel de notre travail. Il a été question dans un premier temps de présenter les concepts de base liés à notre problématique à savoir la définition des F-A, leur typologie et les critères d'évaluation du succès d'une opération. Nous avons ensuite effectué une revue de la littérature afin de comprendre les motivations qui poussent les entreprises à procéder à des F-A. Étant donné que notre étude est axée autour de la création de valeur pour les firmes acquéreuses, nous avons mis particulièrement l'accent sur les théories orientées vers les intérêts des actionnaires à savoir la théorie de l'efficience, la théorie de l'agence,

l'hypothèse de l'hubris, la théorie du monopole, l'asymétrie de l'information et l'hypothèse du chantage financier. Si ces théories fournissent différentes approches afin d'expliquer la raison d'être des F-A, il est important de souligner que ces opérations découlent en réalité plutôt d'un processus de décision complexe dans lequel interviennent plusieurs motifs.

CHAPITRE II

PERFORMANCE À LONG TERME DES ACQUÉREURS

Introduction

La problématique de la performance à long terme des F-A⁵ fait l'objet depuis quelques décennies d'une attention particulière de la part des chercheurs. En parcourant ces études, nous avons constaté que les conclusions ne font pas l'unanimité. Même si une majorité d'études révèle qu'à long terme les F-A sont source de destruction de valeur pour l'acquéreur, d'autres aboutissent à des résultats positifs. Nous nous proposons dans ce chapitre de dresser un bilan des études empiriques les plus éminentes sur le sujet. Nous commencerons dans un premier temps par les études américaines pour passer par la suite à celles qui traitent du Canada.

2.1 Études américaines

Franks, Harris et Titman (1991) ont étudié 399 acquisitions sur la période 1975-1984 en utilisant conjointement les méthodologies en temps événementiel et calendaire. Leurs résultats révèlent une performance positive et significative uniquement pour les petites transactions.

Lodrer et Martin (1992) ont analysé 304 fusions et 155 acquisitions entre 1965 et 1986, pour essayer de savoir si la sous-performance à long terme des F-A est un phénomène réel ou bien si ce résultat est dû à des considérations méthodologiques. Après avoir contrôlé pour l'effet taille, le taux sans risque ainsi que le risque systématique, ils trouvent des rendements anormaux négatifs significatifs pour les 3 années

⁵ Rappelons que nous nous intéressons à la performance post F-A à long terme des entreprises acquéreuses.

suivant la transaction et des rendements anormaux négatifs mais non significatifs pour les 5 années.

Sur la base de 937 fusions et de 227 opérations de rachat effectuées par des firmes du NYSE et de l'AMEX, Agrawal et al. (1992). Ils ont formé des portefeuilles ajustés par la taille et le risque systématique qui ont révélé les résultats suivants; des rendements anormaux significatifs à 5% et négatifs s'élevant à -10.26% pour les fusions pour les 60 mois suivant l'opération. Par contre les résultats relatifs aux rachats ne sont pas significatifs.

Loughran et Vijh (1997) aboutissent également à des résultats négatifs. Leur échantillon comporte 788 fusions et 135 offres de rachat effectuées par 947 firmes américaines (NYSE, AMEX, NASDAQ) sur la période 1970-1989. Les auteurs ont adopté la méthodologie BHAR et ont effectué des ajustements aussi bien pour la taille que le ratio Book-To-Market. Les résultats révèlent une performance anormale négative de 15.9% significative pour les fusions dans les 5 ans suivant l'opération mais pas de rendements significatifs pour les rachats.

Gregory (1997) se penche quant à lui sur le cas du Royaume Uni en analysant 452 opérations ayant eu lieu entre 1984 et 1992. L'auteur utilise six modèles d'évaluation différents en guise de benchmarks (CAPM, le modèle de Dimson et Marsh⁶, un portefeuille simple pour contrôler l'effet taille, un modèle multifactoriel équi pondéré pour les petites capitalisations, un modèle multifactoriel pondéré par la taille les

⁶ Modèle Dimson et Marsh

petites capitalisations, et le modèle à trois facteurs de Fama et French). Quelle que soit la méthode utilisée, cette étude révèle que les acquéreurs affichent une performance négative et significative 24 mois après l'opération.

Rau et Vermaelen (1998) examinent 2823 fusions et 316 opérations de rachat ayant eu lieu entre 1980 et 1991 sur une fenêtre de trois ans. Afin de mesurer la performance anormale des firmes acquéreuses, ils utilisent les rendements anormaux cumulés tout en contrôlant pour les effets taille et Book-To-Market. Les résultats sont significatifs mais ne sont pas homogènes; en effet les fusions affichent une sous-performance de 4.04% tandis que les acquéreurs ayant procédé à des rachats réalisent une performance positive de 8.56%.

Mitchell et Stafford (2000) utilisent conjointement la technique d'achat-conservation (BHAR) et l'approche calendaire pour analyser la performance sur 36 mois de 2193 opérations (fusions, offres publiques de rachat et les augmentations de capital) effectuées par des entreprises cotées sur le NYSE, l'AMEX et le NASDAQ. Les résultats indiquent que les rendements BHAR sont négatifs significatifs. Mais les auteurs détectent que ces rendements sont positivement corrélés. Ils en concluent que l'utilisation de la technique achat-conservation pose de graves problèmes d'interdépendance et préconisent l'utilisation de l'approche calendaire. Une fois l'interdépendance prise en compte, les rendements anormaux 36 mois suivant l'opération s'avèrent non significatifs.

Moeller et al. (2004) étudient 12023 acquisitions américaines entre 1980 et 2001. Ils utilisent conjointement la méthode BHAR et l'approche calendaire (Fama et French, 1993). Ils aboutissent à des BHAR négatifs et significatifs. Par ailleurs, Moeller et al. (2004) constatent que la taille de l'acquéreur est négativement corrélée avec les rendements anormaux cumulés et qu'en moyenne les grands acquéreurs⁷ sous-performent par rapport aux petits acquéreurs. Les résultats montrent qu'en moyenne les grands acquéreurs payent des primes plus élevées et font des acquisitions qui génèrent des synergies négatives.

2.2 Études canadiennes

Alors que la recherche sur la performance des F-A américaines est prolifique, les études canadiennes sur le sujet restent très limitées.

Ikenberry et al. (2000) ont étudié 27 acquisitions canadiennes ayant eu lieu entre 1989 et 1995 et ce dans le cadre d'un travail approfondi sur les opérations de rachat⁸. Les acquisitions retenues sont financées par émission d'actions à concurrence d'au moins un tiers. Les résultats démontrent que les rendements anormaux sont négatifs mais non significatifs.

Eckbo et Thorburn (2000) étudient 1846 acquisitions domestiques et étrangères de cibles canadiennes. Il ressort de cette étude que les

⁷ Moeller et al. (2004) définissent les larges acquéreurs comme les entreprises dont la capitalisation dans l'année de l'acquisition excède le 25^{ième} percentile des entreprises du NYSE.

⁸ Cette étude a été faite en guise de test de robustesse afin de déterminer la réaction des titres suite à l'annonce d'une émission d'actions et/ou d'une acquisition financée par actions. Les résultats sont par la suite comparés à ceux obtenus pour les programmes de rachat.

acquéreurs canadiens réalisent des rendements anormaux significativement positifs après la transaction alors que leurs pairs américains enregistrent des rendements non significatifs⁹. Cette différence s'explique, selon les auteurs, par le fait que les firmes canadiennes qui surperforment par rapport à leurs homologues américaines procèdent à des regroupements de type conglomerat plutôt qu'à des regroupements horizontaux. Eckbo et Thorburn (2000) en déduisent que les entreprises canadiennes auraient une meilleure connaissance du marché local qui les rend plus aptes à profiter des synergies inhérentes aux regroupements. De plus, les auteurs avancent l'argument de la taille relative de l'acquéreur par rapport à la cible comme facteur explicatif de la surperformance des acquéreurs canadiens. En effet, les auteurs signalent que la taille des acquéreurs américains est en moyenne huit fois plus élevée que celle de leurs cibles, alors que les firmes canadiennes acquièrent des cibles de taille similaire.

Plus récemment André, Kooli et L'Her (2004) ont utilisé l'approche calendaire pour étudier la performance à long terme de 267 opérations de F-A canadiennes ayant eu lieu entre 1980 et 2000. Les auteurs ont adopté l'approche calendaire en utilisant conjointement le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) ainsi que la technique des rendements anormaux calendaires. Par ailleurs, les cas de chevauchement (overlapping) et de non chevauchement sont envisagés. Les résultats révèlent une performance négative significative pendant les 3ans suivant l'acquisition, lorsque les périodes

⁹ Cette étude analyse la performance à court terme (1 mois après la transaction).

évènementielles ne se chevauchent pas. Les auteurs expliquent ces rendements par l'hypothèse d'extrapolation ainsi que par la méthode de paiement. Les rendements des titres de croissance et des transactions financées par des fonds propres sont inférieurs à ceux des titres de valeur.

Dutta et Jog (2009) étudient les rendements anormaux à long terme des entreprises canadiennes ayant procédé à des F-A. Cette étude est basée sur un échantillon de 1300 opérations s'étalant sur la période 1993-2002. La méthode en temps évènementiel et la méthode calendaire sont conjointement utilisées afin de déterminer la rentabilité anormale.

Contrairement aux résultats des études américaines, l'étude ne révèle pas de rendements anormaux négatifs à long terme pour les acquéreurs canadiens une fois que les problèmes méthodologiques sont pris en considération. Les résultats restent robustes à la prise en compte de plusieurs facteurs; mode d'acquisition (fusion ou OPA), nature de l'entreprise cible (publique ou privée), relation avec la cible, mode de paiement (actions, cash ou mix), action de rendement ou de croissance (acheteur), indépendance du conseil d'administration, niveau de propriété managériale, taille de la transaction.

Tableau 2: Synthèse des principales études sur la performance à long terme des acquéreurs

	Étude	Échantillon	Méthodologie	Horizon	Résultats
Études Américaines	Franks, Harris et Titman (1991)	399 acquisitions entre 1975 et 1984 (firmes NYSE/AMEX)	Approche calendaire et approche événementielle	36 mois	Performance positive significative uniquement pour les petites transactions.
	Loderer et Martin (1992)	304 fusions et 155 acquisitions entre 1966-1986 (firmes NYSE/AMEX)	Approche calendaire (ajustement au risque et à la taille)	36 et 60 mois	Rendements anormaux négatifs significatifs sur 3 ans Rendements anormaux négatifs non significatifs sur 5 ans.
	Agrawal, Jaffe et Mandelker (1992)	937 fusions et 227 offres de rachat entre 1955 et 1987 (NYSE/AMEX)	Modèles de Dimson et Marsh (1986) et Ibbotson (1975) (portefeuilles ajustés pour la taille et le risque)	60 mois	Performance anormale négative significative pour les fusions et résultats non significatifs pour les offres de rachat.
	Loughran et Vijh (1997)	788 fusions et 135 offres de rachat entre 1970 et 1988 (NYSE/AMEX/NASDAQ)	rendements BHAR avec ajustement pour la taille et le ratio VC/VM	60 mois	Performance anormale négative significative pour les fusions et résultats non significatifs pour les offres de rachat.
	Rau et Vermaelen (1998)	2823 fusions et 316 offres de rachat entre 1980 et 1991	RAC avec des ajustements pour les effets taille et le ratio VC/VM	36 mois	Performance anormale négative pour les fusions et performance anormale positive pour les offres de rachat.
	Mitchell et Stafford (2000)	2193 acquisitions entre 1961 et 1993 (NYSE/AMEX/NASDAQ)	BHAR et approche calendaire (Fama et French, 1993)	36 mois	Performance anormale négative pour les rendements BHAR. Rendements anormaux non significatifs une fois l'interdépendance corrigée.
	Moeller, Schlingemann et Stulz (2004)	12023 acquisitions entre 1980 et 2001	BHAR et approche calendaire (Fama et French, 1993)	36 mois	BHAR négatifs et significatifs avec une sur-performance pour les petits acquéreurs.
Études Canadiennes	Ikenberry et al. (2000)	27 acquisitions entre 1989 et 1995	Portefeuilles calendaires	12, 24 et 36 mois	Résultats non significatifs
	Eckbo et Thorburn (2000)	1846 acquisitions canadiennes entre 1964 et 1983	Modèle de marché	1 mois	rendements anormaux significativement positifs
	André, Kooli et L'Her (2004)	267 opérations entre 1980 et 2000	Approche calendaire Modèle à 3 facteurs (Fama et French (1993) MRAM	12, 24 et 36 mois	performance négative significative 3 ans après l'opération (sans chevauchement)
	Dutta et Jog (2009)	1300 opérations sur la période 1993-2002	La méthode en temps événementiel méthode calendaire (différents benchmarks)	36 mois	Pas de performance anormale négative

Conclusion

Nous avons recensé tout au long de ce chapitre les études empiriques qui analysent la performance à long terme des F-A. Le parcours de ces études révèle la prépondérance des études américaines dans la littérature. Par ailleurs, même s'il semble y avoir un consensus que les F-A sont source de destruction de valeur à long terme pour l'acquéreur, nous avons mis en évidence le fait que ces études présentent des résultats mitigés. Le caractère mitigé de ces résultats s'explique principalement par des considérations d'ordre méthodologique. En effet, diverses techniques peuvent être choisies, notamment en ce qui a trait au cadre temporel (temps événementiel ou temps calendaire), à la mesure de la performance anormale (rendements anormaux cumulés ou BHAR...) ou encore aux benchmarks.

CHAPITRE III

DÉTERMINANTS DE LA PERFORMANCE À LONG TERME

Introduction

Les chapitres précédents nous ont permis de mettre en évidence la controverse autour de l'impact à long terme des F-A. Plus récemment, une partie des recherches s'est penchée sur l'étude des facteurs pouvant affecter la performance à long terme de ces opérations. C'est ainsi qu'une série de déterminants a été identifiée pour expliquer la performance anormale des F-A : le mode de paiement de la transaction, le caractère amical ou hostile de l'opération, le statut de l'acquéreur (public ou privé), le secteur d'activités, le caractère croissance ou valeur de la firme...

Ce chapitre sera consacré à expliquer comment ces différents facteurs peuvent déterminer le succès ou l'échec d'une opération de F-A. en passant en revue les principales études menées à ce sujet.

3.1 Mode de paiement

Pourquoi certaines firmes financent-elles les opérations de F-A par un paiement en espèces alors que d'autres utilisent leurs propres actions ou un mélange d'actions et de *cash*? Plusieurs auteurs soutiennent que c'est parce que le choix du mode de paiement a un impact sur la performance de l'opération notamment (Travlos, 1987)

L'impact du mode de paiement sur la performance des OFA trouve d'abord sa justification théorique dans la théorie de l'asymétrie informationnelle. Dans cette optique, les dirigeants disposent d'informations privées auxquelles les investisseurs externes n'ont pas accès. Ces derniers utilisent les actions de la firme comme mode de

paiement lorsque celles-ci sont surévaluées. Par contre, ils payent en espèce lorsqu'ils estiment que les titres de la firme sont sous-évalués. C'est ainsi que les transactions payées par actions devraient sous-performer par rapport à celles payées en espèces. Cette hypothèse a été confirmée notamment par Loughran et Vijh (1997) et Eckbo et Thorburn (2000).

Le facteur fiscal intervient également dans l'explication du choix du mode de financement des F-A. En effet, lorsque la transaction est payée en espèces les actionnaires de la cible vont être taxés immédiatement sur leurs gains en capital. En revanche, dans le cas d'un paiement par actions l'imposition est reportée au moment de la revente des titres (Brown et Ryngaert, 1991). Par conséquent, les actionnaires de la cible réclameront des primes plus élevées lorsque la transaction est payée en espèces.

3.2 Entreprises de valeur versus entreprises de croissance

Le profil des firmes : croissance (glamour) versus valeur (value), est identifié dans la littérature comme facteur explicatif de la performance à long terme des F-A. Ces recherches ont abouti au développement de l'hypothèse d'extrapolation. Rappelons d'abord qu'une entreprise est dite de croissance ou encore « *glamour* » lorsque son ratio valeur marchande / valeur comptable est élevé. Ce type d'entreprise est bien perçu par les investisseurs qui récompensent leurs performances antérieures. Par contre, une entreprise est dite de valeur ou « *value* » lorsqu'elle a une valeur comptable élevée par rapport à sa valeur

marchande. Ces entreprises sont en général sanctionnées par le marché qui sous-évalue leurs titres.

Selon l'hypothèse d'extrapolation de Rau et Vermaelen (1998), le marché sur-extrapolé la performance passée des acquéreurs lors de l'annonce d'une acquisition. En parallèle, les dirigeants et les grands actionnaires chargés d'approuver l'acquisition reçoivent un feedback du marché sur la qualité de la direction de la firme acquéreuse.

Ils avancent que dans les firmes ayant une valeur marchande très élevée par rapport à la valeur comptable (firmes « glamour »), les dirigeants sont plus susceptibles de surestimer leur capacité de réussir une acquisition. Ce comportement d'Hubris est d'autant plus encouragé par l'historique des rendements élevés et de forte croissance enregistrés par ces firmes. Ces firmes bénéficient également d'un appui de leur conseil d'administration ainsi que de celui des actionnaires majoritaires. En revanche dans les firmes dites « value » ayant eu de faibles rendements par le passé, dirigeants, actionnaires et investisseurs se montreront beaucoup plus prudents en étudiant un projet. Rau et Vermaelen (1998) affirment que les F-A effectuées par ces firmes créent plus de valeur pour les actionnaires par rapport à celles effectuées par les firmes « glamour ».

Ainsi, cette hypothèse implique qu'à court terme le marché valorise mieux les F-A des firmes « glamour » qui enregistrent des rendements anormaux supérieurs à ceux des firmes « value ». À long terme, une

fois que les informations mieux assimilées par le marché, la tendance s'inverse et la valeur des titres « glamour » finit par chuter.

Cette hypothèse a été confirmée par plusieurs études notamment Rau et Vermaelen, (1998) Sudarsanam et Mahat (2003) et André et al. (2004) qui trouvent que les entreprises de croissance enregistrent une performance inférieure à celles de valeur.

3.3 Attitude de l'acquéreur

D'autres auteurs avancent que l'attitude (hostile ou amicale) de l'acquéreur pourrait également influencer la performance à long terme des F-A. Une OFA amicale implique une négociation entre les dirigeants de la firme acquéreuse et ceux de la cible en vue de réaliser des synergies. Martin and McConnell (1991), expliquent que les fusions, qui sont en général amicales, créent de la valeur grâce aux effets de synergie et à la coopération avec l'équipe dirigeante de la cible. Par contre, lors d'une opération hostile la firme acquéreuse ne négocie pas avec les dirigeants de la cible. Elle lance une offensive afin de pouvoir ramasser les titres cibles directement sur le marché. En réaction à cette offensive, les dirigeants de la cible peuvent entreprendre des mesures défensives dans le but d'améliorer les termes de l'offre.

Les études empiriques portant sur l'impact de l'attitude de l'acquéreur sur la performance des F-A révèlent des résultats mitigés. L'étude de Healy, Palepu et Ruback (1997) révèle une performance anormale positive de 2.6% pour les transactions amicales par rapport à la

moyenne de l'industrie. L'étude révèle également que les transactions hostiles n'ont pas d'effet significatif sur la performance opérationnelle des acquéreurs. Par contre, Ghosh (2001) ainsi que Powell et Starck (2005) ne trouvent pas de relation significative entre l'attitude de l'acquéreur et la performance des F-A.

3.4 Secteur d'activité

La similarité des secteurs d'activité a été également identifiée comme l'un des facteurs pouvant affecter le résultat à long terme d'une F-A.

Il est généralement admis que les regroupements horizontaux créent plus de valeur que les conglomérats. En effet, l'expertise et la familiarité de l'équipe dirigeante avec le secteur d'activité facilitent la réalisation de gains de productivité (Healy, Palepu et Ruback, 1997). En revanche, la probabilité de succès pour les conglomérats est moindre étant donnée la méconnaissance des dirigeants du nouveau secteur d'activité. C'est pour cette raison, que les F-A donnant lieu à des conglomérats sont moins bien accueillies par le marché. Plusieurs études confortent cette hypothèse notamment DeLong (2001) et Moeller et Schlingemann (2005).

D'un autre côté d'autres travaux tels qu'Agrawal et al. (1992) affirment que les entreprises procédant F-A non reliées (les conglomérats) bénéficient, grâce à un accroissement de leur taille et à une meilleure visibilité, d'un accès plus avantageux au capital qui est de réduit le risque de faillite. Les résultats empiriques de Kruse et al. (2007) ainsi

que ceux de Ghosh (2001) ont démontré que les conglomérats surperforment¹⁰ par rapport aux F-A horizontales.

3.5 Statut de la cible

De récentes études ont montré que l'acquisition de firmes non cotées crée de la valeur pour les actionnaires de la société acquéreuse. Selon Shleifer et Vishny (1986) et Chang (1998) l'entrée dans le capital d'une cible non cotée d'actionnaires externes implique un contrôle accru, une meilleure gouvernance et par conséquent une amélioration de la performance. Le marché devrait donc accueillir plus favorablement l'acquisition de firmes non cotées. À ce titre, Fuller et al., (2002) ont démontré que lorsque la cible est une firme privée ou une filiale, les gains des acquéreurs sont significativement positifs et ce indépendamment du mode de paiement.

3.6 Pays de la cible

Le caractère transfrontalier d'une F-A semble avoir aussi un impact sur sa performance. En effet, il semble légitime de penser que l'acquisition de firmes se situant à l'étranger permet à l'acquéreur de conquérir de nouveaux marchés et d'augmenter par conséquent ses parts de marché. Toutefois, une acquisition transfrontalière peut aussi se solder par un échec à cause notamment des distances géographiques et culturelles qui séparent les deux pays.

¹⁰ Ces études s'intéressent à l'impact des F-A sur la performance opérationnelle à long terme des acquéreurs.

Sur le plan empirique, certaines études démontrent que les opérations transfrontalières sont à la source d'une création de valeur significative (Kang, 1993). D'autres études révèlent, par contre, que ces regroupements engendrent une destruction de valeur pour la firme initiatrice (Eckbo et Thorburn, 2000 et Conn et al., 2005).

Conclusion

Nous avons présenté dans ce chapitre les facteurs susceptibles d'affecter la performance à long terme des opérations de F-A. Au terme de la revue de la littérature, il semblerait que le mode de paiement, le ratio VC/VM, l'attitude de l'initiateur, la similarité des secteurs d'activité, le statut et le pays de la cible influencent considérablement la performance des F-A. L'identification de ces facteurs permet de mieux appréhender le processus de création de valeur lié aux OFA et de comprendre l'hétérogénéité des résultats des études empiriques.

CHAPITRE IV
DIMENSION MÉTHODOLOGIQUE

Introduction

Les études d'évènement ont vu le jour à la fin des années 60 avec le travail pionnier de Ball et Brown (1968) et celui de Fama et al. (1969)¹¹. Elles connaissent depuis, un grand succès auprès des chercheurs dans différents domaines. Ces études ont été conçues pour analyser les retombées économiques ou financières d'un évènement spécifique tel que le rachat d'actions, annonce de bénéfices, annonce de dividendes, émissions d'actions ou encore les fusions-acquisitions. Le principal intérêt de ces études (à court terme et à long terme) réside dans le fait qu'elles fournissent une mesure de la rentabilité anormale permettant ainsi de dégager l'impact non anticipé d'un évènement. À long terme, ces études permettent également de tester l'hypothèse d'efficience des marchés (Brown et Warner, 1980 et Fama, 1991).

Notre problématique, la performance à long terme des fusions-acquisitions, nécessite le recours aux études événementielles à long terme. Il s'agit en effet de déterminer l'impact de l'annonce d'une F-A sur la performance financière de l'entreprise 36 mois après l'opération. Les deux approches les plus couramment utilisées sont les études en temps événementiel (*event time*) et les études en temps calendaire (*calendar time*). Les deux approches font l'objet de plusieurs critiques du fait qu'elles sont souvent à l'origine de différents biais statistiques.

¹¹ Ball et Brown (1968) se sont penchés sur le contenu informationnel des bénéfices. L'étude de Fama et al. (1969) s'intéresse à l'impact des fractionnements d'actions après la prise en compte des dividendes.

Ce chapitre a pour objectifs de présenter la méthodologie des études d'évènements à long terme et ses différentes approches et de mettre en lumière les problèmes méthodologiques y afférant. Ce chapitre nous servira également pour justifier notre choix méthodologique pour la validation empirique.

4.1 Les études en temps évènementiel

Il s'agit de déterminer l'impact de l'annonce d'un évènement sur la valeur boursière du titre. La première question que soulèvent les études d'évènement est celle du calcul de la performance. Deux méthodes de calcul existent : les rendements anormaux cumulés (CAR : cumulative abnormal returns) et les rendements *buy and hold* (BHAR).

4.1.1 Les rendements anormaux cumulés (cumulative abnormal returns)

La performance anormale est obtenue en additionnant les rendements anormaux mensuels. Le rendement anormal est représenté par la différence entre le rendement observé de l'entreprise ayant connu un évènement et le rendement d'un indice ou d'un portefeuille de référence.

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

Où :

RA_{it} rendement anormal de l'entreprise i durant la période t .

R_{it} rendement observé de l'entreprise i durant la période t .

$E(R_{it})$ rendement espéré du titre i durant la période t .

$$CAR_{it} = \sum_{i=1}^n RA_{it} \quad (2)$$

Cette technique permet de savoir si l'évènement étudié génère une performance anormale. Autrement dit, il s'agit de tester si les rendements anormaux sont significativement différents de zéro.

Ceci étant dit, il convient de souligner que cette méthode génère trois types de biais :

4.1.1.1 Le biais de mesure (measurement bias)

Selon Barber et Lyon (1997), les CAR sont des estimateurs biaisés des rendements anormaux à long terme. L'étude de Barber et Lyon (1997) révèle en effet que les rendements anormaux cumulés surestiment les rendements à long terme parce que cette technique ne prend pas en considération l'effet de la composition mensuelle des rendements.

4.1.1.2 Le biais du survivant (survivor bias ou new listing bias)

De façon générale, une base de données présente un biais du survivant lorsqu'elle ne prend en considération que les individus en activité.

Dans le cadre des études d'évènement à long terme, ce biais est causé par l'utilisation d'un portefeuille de marché pour calculer les rendements anormaux. Étant donné que les firmes nouvellement introduites présentent en général des rendements inférieurs à la moyenne du marché et que celles-ci ne sont pas prises en compte dans

l'échantillon, Ritter (1991) explique que les rentabilités anormales seront positivement biaisées.

4.1.1.3 Le biais d'asymétrie (skewness bias)

Barber et Lyon (1997) notent que les rendements anormaux à long terme ont tendance à présenter une asymétrie positive. Cette asymétrie positive affecte la qualité des tests statistiques.

Ce problème d'asymétrie est moins prononcé pour les rendements anormaux cumulés par rapport aux BHAR du fait que les rendements sont additionnés plutôt que composés.

4.1.2 La méthode d'achat-conservation BHAR (Buy and Hold Abnormal Return)

Depuis Ritter (1991), la rentabilité anormale d'achat-conservation *buy and hold* est devenue la méthode ordinairement utilisée pour calculer les rendements anormaux à long terme. Mitchell et Stafford (2000, p.296) définissent la méthode BHAR comme étant « le rendement annuel d'une stratégie consistant à investir dans toutes les firmes ayant procédé à un événement et à les vendre à la fin de la période spécifiée versus une stratégie comparable avec des firmes n'ayant pas connu cet événement ». Autrement dit, il s'agit de comparer deux investissements; le premier consiste en l'achat et la détention d'une entreprise ayant procédé à une opération de F-A et le deuxième consiste en l'achat et la conservation d'une autre entreprise comparable « benchmark » n'ayant pas procédé à une F-A. La représentation formelle de cette stratégie est la suivante :

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^T [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^T [1 + E(R_{it})] \quad (3)$$

Où :

R_{it} désigne le rendement mensuel de l'entreprise i suivant la période d'évènement.

$E(R_{it})$ désigne le rendement mensuel de l'entreprise benchmark¹² n'ayant pas connu d'évènement.

Cette approche est intéressante car elle décrit mieux le comportement des investisseurs que les autres approches nécessitant un rebalancement périodique du portefeuille (Lyon et al., 1999).

Mitchell et Stafford (2000) indiquent cependant que les rendements BHAR souffrent du problème de l'interdépendance des observations étant donné que les événements ne sont pas aléatoires (les entreprises choisissent délibérément d'entreprendre une F-A). D'ailleurs, les opérations de F-A, tout comme les autres événements corporatifs, arrivent par vagues sur le marché; il s'agit du phénomène de «clustering ».

Toutefois, cette approche est également sujette à plusieurs biais statistiques. En plus des biais du survivant et d'asymétrie, la méthode d'achat-conservation génère un biais de recomposition

¹² Plusieurs méthodes peuvent être utilisées : la méthode du portefeuille de référence (reference portfolio), rééchantillonnage des rendements anormaux, le modèle à 3 facteurs de Fama et French (1993)...

- le biais de recomposition (*rebalancing bias*) : Ce biais est dû à l'utilisation d'un indice de marché équipondéré. Cela implique un rebalancement périodique de ce portefeuille afin de respecter l'égalité des valeurs marchandes. Le portefeuille des firmes de l'échantillon n'est quant à lui pas rebalancé. Barber et Lyon (1997) affirment que la recomposition mensuelle engendre une surestimation du rendement du portefeuille de marché et par conséquent un biais négatif pour les rendements BHAR.

4.2 Les études en temps calendaire

Les études en temps calendaires représentent une alternative aux études en temps évènementiel. Elles sont utilisées dans la recherche financière depuis les travaux de Jaffe (1974) et Mandelker (1974).

Alors que l'approche en temps évènementiel additionne les rendements des entreprises ayant connu des évènements à différents moments, l'approche calendaire consiste à sélectionner chaque mois les entreprises qui ont procédé à une F-A durant les 12, 24 et 36 mois précédents. Par la suite, on calcule le rendement agrégé de ces entreprises pour le mois en question.

Selon Fama (1998), le point fort de l'approche calendaire tient au fait qu'elle permet de pallier à un inconvénient majeur des études en temps évènementiel à savoir l'interdépendance des observations, étant donné que les rendements des entreprises de l'échantillon sont agrégés dans un même portefeuille. Cependant, Lyon et al. (1999) affirment que

l'approche calendaire réduit les problèmes statistiques liés à l'interdépendance des rendements mais ne les élimine pas pour autant.

Néanmoins, Loughran et Vijh (1999) affirment que le pouvoir de détection de la performance anormale est faible dans l'approche calendaire car les mois calendaires sont équipondérés. Les périodes de forte activité « *hot event periods* » sont ainsi traitées de la même façon que les périodes de faible activité « *cold event periods* ».

Afin de déterminer les rendements anormaux deux approches peuvent être utilisées; le modèle à 3 facteurs de Fama et French (1993) et la moyenne mensuelle des rendements anormaux (le rendement espéré est calculé à partir d'un portefeuille de référence).

4.2.1 Le modèle de Fama et French (1993)

Selon le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993), le rendement excédentaire d'un portefeuille de titres dépend de trois facteurs. En plus du risque de marché, le modèle prend en compte les risques liés à la taille et au ratio valeur comptable/valeur boursière.

L'équation du modèle se présente comme suit :

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{Mt} - R_{ft}) + s_p \text{SMB}_t + h_p \text{HML}_t + e_p \quad (4)$$

α_p : désigne le rendement anormal mensuel moyen de chaque portefeuille. Nous estimons dans un premier temps des rendements anormaux moyens de portefeuilles équipondérés puis des rendements anormaux moyens de portefeuilles pondérés par la capitalisation boursière.

R_{ft} désigne le taux sans risque

R_{Mt} désigne le rendements du portefeuille de marché

SMB_t *small minus big capitalisation*: désigne le différentiel de rendement entre les entreprises à petite capitalisation et celles à grande capitalisation. Les firmes à faible capitalisation affichent des rendements excédentaires plus élevés que les firmes à forte capitalisation. Cette prime s'expliquerait par le fait que la catégorie des faibles capitalisations comporte beaucoup d'entreprises en difficulté financière et avec des taux d'endettement très élevés. Ces firmes sont donc plus risquées.

HML_t : (*high minus low MTB*) désigne le différentiel de rendement entre les entreprises de valeur (ratio valeur marchande/valeur comptable faible) et les entreprises de croissance (ratio valeur marchande/valeur comptable élevé). Les rendements des titres de valeur sont plus élevés que ceux des titres de croissance. Selon Fama et French (1993), une entreprise en difficultés tend à voir sa taille (capitalisation boursière) se réduire et par conséquent sa valeur comptable augmentée par rapport à sa valeur marchande.

β_p, s_p et h_p représentent les coefficients relatifs à chaque facteur.

4.2.2 La moyenne mensuelle des rendements anormaux calendaires

Les rendements anormaux sont obtenus en comparant, chaque mois de calendrier, le rendement observé d'une entreprise pour laquelle un

évènement a eu lieu au rendement d'un portefeuille réplique. Ce dernier doit comporter des entreprises n'ayant pas connu d'évènement mais qui soient également similaires à l'entreprise considérée en termes de taille et de ratio VC/CM.

$$RA_{it} = R_{it} - R_{pr} \quad (5)$$

R_{it} : le rendement de la firme i pendant le mois t .

R_{pr} : le rendement du portefeuille réplique pendant le mois t .

La moyenne des rendements des firmes de l'échantillon RAM_t est ensuite calculée pour chaque mois calendaire.

$$RAM_t = \sum_{i=1}^{N_t} w_{it} RA_{it} \quad (6)$$

N_t représente le nombre d'entreprises ayant connu un évènement au mois calendaire t .

w_{it} représente le poids de chaque firme dans le portefeuille en fonction de la méthode de pondération. Le portefeuille peut, en effet, être équipondéré ou pondéré par la taille (capitalisation boursière).

Par la suite, une moyenne mensuelle des rendements anormaux moyens $MRAM$ est calculée.

$$MRAM = \frac{1}{T} RAM_t \quad (7)$$

Conclusion

Nous avons exposé tout au long de ce chapitre les différentes approches utilisées dans les études d'évènement à long terme. Si

chaque méthode présente certains avantages, nous avons mis en évidence que chacune d'entre elles soulève un certain nombre de problèmes méthodologiques.

Fama (1998) affirme que quelle que soit la méthode choisie, l'estimation des rentabilités anormales est forcément biaisée à cause du « *bad-model problem* » qui est particulièrement exacerbé sur les horizons longs. Par ailleurs, Kothari et Warner (2004) affirment que dans ce genre d'études, une estimation précise du risque est très difficile. Ils expliquent cela par le fait que l'évènement étudié est précédé en général par une période de performance exceptionnelle ou encore par le fait que l'échantillon présente des caractéristiques extrêmes (faibles capitalisations, faible ratio VC/VM...).

Par conséquent, l'utilisation des études d'évènement à long terme impliquera inévitablement des erreurs. Le chercheur peut, toutefois, limiter l'étendue de ces erreurs en utilisant conjointement différentes méthodes et en effectuant les tests de robustesse appropriés.

CHAPITRE V

DONNÉES ET MÉTHODOLOGIE

5.1 Données et description de l'échantillon

5.1.1 Données

Nous nous intéressons dans ce travail aux opérations de fusions-acquisitions canadiennes. Les données sur les opérations de fusions-acquisitions proviennent de la base Thompson Financial Data Corporation (SDC). Ces données regroupent la date d'annonce, la date effective, le nom de l'acquéreur, le nom de la cible, le pays de la cible, les codes SIC, les statuts de la cible et de l'acquéreur (privé ou public), la valeur de la transaction, l'attitude de l'acquéreur (amicale ou hostile), le type d'opération (acquisition, fusion ou offre d'échange), le mode de paiement et le pourcentage acquis. Les 1765 opérations que nous avons retenues respectent les critères suivants :

- Les opérations qui ont eu lieu entre le 01 Janvier 1994 et le 31 décembre 2009.
- Les acquéreurs canadiens publics
- Les opérations complétées.
- Les acquisitions majoritaires, les fusions et les offres d'échange
- Les transactions ayant une valeur supérieure à 5 millions de dollars.
- Les cibles canadiennes et américaines.

Les prix et les données financières et comptables sont collectés à une fréquence mensuelle à partir de la base de données Datastream. Nous avons dû éliminer 428 opérations pour lesquelles l'historique des

rendements n'était pas disponible ou pour lesquelles nous n'avons pas pu trouver les symboles boursiers. Ainsi notre échantillon final comporte 1337 opérations effectuées entre 1994 et 2009.

Nous avons eu également recours à la base de données de Banque du Canada pour les données relatives au taux d'intérêt mensuel des bons du Trésor (91jours).

Le tableau 3 et le graphique 1 décrivent de façon plus détaillée la composition de notre échantillon.

5.1.2 Statistiques descriptives

D'après le graphique 1 nous constatons que l'activité des fusions-acquisitions est en constante évolution depuis 1994. Deux vagues sont particulièrement notables; la première en 2000 pendant laquelle le nombre d'opérations a augmenté de 65.6%; la deuxième entre 2004 et 2007 où le nombre de transactions a crû de 72.8%.

Le tableau 1 montre que la distribution sectorielle des fusions acquisitions est fidèle au paysage industriel canadien. En effet, le secteur minier accapare 46.51% de l'activité des fusions-acquisitions, il est suivi par le secteur financier avec 17.56% des opérations et par le secteur manufacturier qui enregistre 14.3% des opérations.

En ce qui concerne l'attitude de l'initiateur, nous constatons que 98% des opérations sont amicales. Les fusions représentent 90.95% des opérations retenues. Pour ce qui est du mode de paiement, 49.2% sont mixtes, 33.7% sont payées par actions et 17.1% en espèces.

Les acquéreurs canadiens privilégient les cibles canadiennes qui constituent 77.45% de la totalité des cibles alors que les firmes américaines 22.55%. Le pourcentage des cibles privées s'élève à 39.2%, celui des cibles cotées à 48.9% et celui des filiales à 11.9%.

Le tableau 2 classe les dix opérations les plus importantes. Le secteur minier vient en tête avec 5 opérations, suivi par le secteur bancaire puis celui des télécommunications. L'opération la plus importante a été enregistrée dans le secteur pétrolier avec la fusion qui a réuni les sociétés Suncor et Pétro-Canada. Cette transaction. La valeur de la transaction s'est élevée à plus de 15 milliards de dollars et cette dernière a été payée par des actions. Cette fusion a été motivée visiblement par une volonté de réaliser des synergies. En effet, les dirigeants des deux firmes affirmaient lors de l'annonce que l'opération permettra de réduire les dépenses d'exploitation de 300 millions\$, de réaliser des économies de capital d'environ 1milliard\$ et de disposer de ressources supplémentaires en barils de pétrole.

Figure 2. Évolution des fusions-acquisitions au Canada (1994-2009)

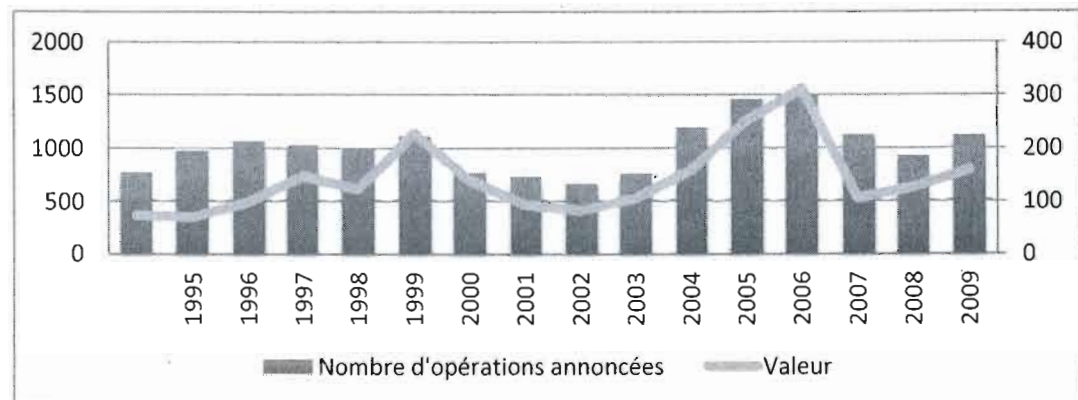


Tableau 3: description de l'échantillon

Category	Determinants	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	All
All		41	59	78	84	81	95	145	98	93	82	114	150	152	197	155	124	1748
<u>Transaction</u>																		
Deal Size	Less Than 10 m	39	11	16	13	19	14	32	16	26	18	28	40	18	42	36	22	360
	10 - 100 m	25	32	38	41	36	48	72	51	48	45	57	80	87	90	86	69	909
Form	More Than 100	6	16	24	31	26	33	41	31	18	19	29	30	47	62	33	33	479
	Merger	35	54	69	80	67	84	137	87	82	77	108	136	136	175	139	119	1589
	Acq. Maj. Int.	6	5	9	4	14	11	8	10	11	5	6	14	16	18	16	9	158
Relatedness	Exchange Offer								1									1
	Related	18	28	31	37	33	33	53	42	45	31	51	82	76	92	74	64	760
Payment Method	Unrelated	23	31	47	47	48	62	92	56	48	51	63	68	76	105	81	69	958
	Cash Only	9	12	14	16	15	16	24	18	19	15	18	25	17	44	26	14	289
	Stock Only	9	14	18	21	19	31	43	40	29	30	46	46	50	66	63	64	589
Attitude	Mixed	23	33	46	47	47	48	78	46	45	37	50	79	85	87	66	46	860
	Friendly	38	55	78	83	72	94	143	97	93	82	114	148	151	195	150	121	1714
	Hostile	3	4		1	6	1						1					16
Tender Offer	Neutral					3		2	1				1	1	2	5	3	18
	Yes	10	18	22	30	25	30	45	25	15	6	12	5	8	22	13	12	298
	No	31	41	56	54	56	65	100	73	78	76	102	145	144	175	142	112	1450
<u>Acquiring Firm</u>																		
Acq. SIC	10 - Minerals	29	31	40	34	24	21	49	32	46	35	39	77	87	95	86	89	813
	20 - 38 Manufacturing	7	10	19	13	18	18	29	12	17	18	19	13	18	20	20	7	250
	40 - Communications	4	6	5	9	13	10	16	10	4	5	4	7	5	15	6	2	121
	50 - Trade	1	2		2	2	3	2	2	2			4	6	6	4		39
	60 - Financial	3	6	14	16	7	31	18	27	13	12	26	27	24	42	30	19	307
	70 - 89 Services	6	4	8	9	13	17	30	15	14	8	13	18	9	17	9	5	197
	90 - Public Adm.										1		1	2				4
Size Category	Unknown			1	1	3	3	1			1		3	1	3		2	17
	Large	3		8	6	11	19	15	13	5	8	7	8	9	30	18	10	161
	Medium	6	21	39	19	29	39	49	32	44	28	42	68	85	76	60	47	656
	Small	10	11	19	24	14	20	40	32	31	33	44	53	45	74	67	62	579
<u>Target Firm</u>																		
Cross-Border	Canada	28	43	58	69	58	75	96	75	72	53	92	131	133	154	123	113	1359
	United States	13	16	30	21	23	20	40	23	21	29	22	19	29	38	33	11	389
Target Status	Priv.	29	14	16	24	20	30	64	33	49	34	40	76	80	84	59	45	685
	Public	22	36	44	48	54	52	69	56	42	33	52	55	59	97	66	66	854
	Sub.	9	9	18	12	7	13	12	9	11	15	16	19	13	16	20	10	209

Tableau 4: Top 10 des transactions les plus importantes

Date d'annonce	Date Effective	Acquéreur	Cible	Valeur de la Transaction (\$mil)
2009-03-23	2009-08-03	Suncor Energy Inc	Petro-Canada	15.581,709
2008-07-29	2008-10-30	Teck Cominco Ltd	Fording Canadian Coal	13.599,125

			Trust	
2003-09-28	2004-04-28	Manulife Financial Corp	John Hancock Finl Svcs Inc	11.062,572
2005-10-31	2006-03-15	Barrick Gold Corporation	Placer Dome Inc	10.208,92
1998-06-15	1998-08-31	Northern Telecom Ltd	Bay Networks Inc	9.268,604
2006-08-31	2006-11-04	Goldcorp Inc	Glamis Gold Ltd	8.670,101
2007-10-02	2008-03-31	Toronto-Dominion Bank	Commerce Bancorp(New Jersey)	8.638,206
2000-07-28	2000-10-05	Nortel Networks Corp	Alteon Websystems Inc	7.056,886
1998-06-15	1998-11-10	Teleglobe Inc	Excel Communications Inc	6.407,238
2002-01-27	2002-04-05	PanCanadian Energy Corp	Alberta Energy Co Ltd	6.097,143

5.2 Méthodologie

Afin d'évaluer la performance à long terme des F-A canadiennes, nous avons opté pour l'approche calendaire présentée au chapitre précédent. Fama (1998) préconise l'utilisation de portefeuilles mensuels calendaires car les rendements mensuels sont moins sujets au « bad problem », pour pallier au problème de l'interdépendance des observations et enfin car les portefeuilles permettent des tests statistiques de meilleure qualité.

Pour ce qui concerne le calcul de la performance anormale, nous avons choisi le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993). Cette performance sera calculée pour les 12, 24 et 36 mois suivant l'annonce de l'opération. Nous utilisons conjointement des portefeuilles équipondérés et des portefeuilles pondérés par la capitalisation boursière.

Nous utilisons le taux d'intérêt mensuel des bons du Trésor à 91 jours comme proxy du taux sans risque.

Le rendement du portefeuille de marché est approximé par le taux de rendement mensuel de l'indice SP&TSX 60.

Les facteurs de risque SMB et HML sont construits à partir respectivement des indices MSCI smallcap, MSCI largecap, MSCI value et MSCI growth.

Le facteur taille est défini comme étant la différence entre la moyenne des rendements de l'univers des petites entreprises telles que définies par MSCI et la moyenne des rendements de l'univers des grandes entreprises telles que définies par MSCI.

Pour différencier les titres de valeur des titres de croissance, MSCI utilise huit indicateurs fondamentaux historiques et prévisionnels (le ratio VC/VM, le ratio prix/bénéfice prévisionnel sur 12 mois, le rendement des dividendes, le taux de croissance des bénéfices à long terme, le taux de croissance des bénéfices à court terme, taux de croissance interne, le taux de croissance des bénéfices à long terme

historique et le taux de croissance des ventes à long terme historique)¹³.

¹³ Pour plus de détails sur la construction des indices :

http://www.mscibarra.com/products/indices/international_equity_indices/giniavgvars.html

CHAPITRE VI

ANALYSE DE LA PERFORMANCE À LONG TERME

DES ACQUÉREURS CANADIENS

Introduction

Nous présentons et discutons dans ce chapitre les résultats sur la performance à long terme des F-A canadiennes. Nous commencerons par l'analyse des rendements anormaux calendaires déduits du modèle à trois facteurs de Fama et French (1993). Par la suite, nous analyserons les facteurs susceptibles d'affecter cette performance.

6.1 Performance à long terme des acquéreurs canadiens

Tel qu'expliqué dans le chapitre précédent, nous avons opté pour les alphas du modèle à trois facteurs afin de mesurer la performance anormale à long terme des F-A. Pour ce faire, nous avons eu recours à la méthode des Moindres Carrés Pondérés (MCP). Cette méthode permet de pallier à un inconvénient majeur de la méthode des Moindres Carrés Ordinaires (MCO) à savoir l'hétéroscédasticité des résidus. Plus encore, l'utilisation de cette procédure nous permettra de tenir compte des regroupements des F-A par vagues. Ainsi, les mois enregistrant le plus de transactions seront plus lourdement pondérés. Les poids sont proportionnels à la racine carrée du nombre de firmes présentes dans le portefeuille mensuel calendaire (André et *al.*, 2004, Boehme et Sorescu, 2002). Nous présentons les alphas pour les 12, 24 et 36 mois suivant l'annonce de la transaction.

6.1.1 Résultats avec chevauchement

Pour le cas des portefeuilles équipondérés (Tableau 5), nous notons une performance anormale non significative aussi bien sur les 24 et 36 mois suivant l'opération. En revanche, nous relevons une performance anormale mensuelle négative de -1.9% et significative au seuil de 5% (statistique- $t=-2.42$) au 12^{ème} mois après la transaction.

Tableau 5: Rendements anormaux du modèle à 3 facteurs de Fama et French (1993) avec chevauchements (portefeuilles équipondérés)

	α	β	h	S	R^2 ajusté
12	-0.019 (-2.42)**	0.06925 (0.50)	-.00016 (-5.22)***	0.07858 (0.76)	18.48%
24	0.12533 (0.77)	0.655 (0.24)	-.00005 (-0.08)	-0.197 (-0.09)	0.05%
36	0.15118 (0.77)	0.78406 (0.24)	-.00002 (-0.03)	-0.228 (-0.09)	0.04%

*** Significatif au seuil de 1%

** Significatif au seuil de 5 %

* Significatif au seuil de 10 %

Lorsque nous considérons des portefeuilles pondérés par la capitalisation boursière (Tableau 6), nos résultats révèlent des rendements anormaux négatifs et significatifs pour les 12, 24 et 36 après la F&A, soient -2.27%, -0.9% et -2.9% par mois respectivement. Ceci confirme donc la contre-performance à long terme des acquéreurs canadiens.

Tableau 6: Rendements anormaux du modèle à 3 facteurs de Fama et French (1993) avec chevauchements (portefeuilles pondérés par la capitalisation)

	α	β	H	S	R ² ajusté
12	-0.0227 (-4.15)***	-0.0113 (-0.12)	0.00003 (1.16)	0.12662 (1.75)*	3.09%
24	-0.009 (-3.50)***	0.0641 (1.11)	-0.00003 (-0.69)	0.12053 (3.60)***	23.64%
36	-0.029 (-5.41)***	-0.0691 (-0.76)	0.00003 (1.49)	0.11979 (1.77)*	3.3%

*** Significatif au seuil de 1%

** Significatif au seuil de 5 %

* Significatif au seuil de 10 %

6.1.2 Résultats sans chevauchement

Afin de remédier au problème d'interdépendance des rendements discuté dans le chapitre IV, nous effectuons également l'analyse de la performance sur un échantillon sans chevauchements tel que préconisé par Loughran et Vijh (1997). Si une firme effectue plus d'une opération durant les trois années, seule la première est retenue. Le nombre d'opérations est réduit à 828 lorsque nous éliminons les cas de chevauchement.

Le tableau 7 rapporte les résultats pour les portefeuilles équipondérés. Nous constatons que les alphas sont négatifs mais non significatifs pour les 12 et 24 mois suivant l'annonce alors que la performance anormale est positive mais non significative pour un horizon de 3 ans.

Tableau 7: Rendements anormaux du modèle à 3 facteurs de Fama et French (1993) sans chevauchements (portefeuilles équipondérés)

	α	β	h	S	R^2
12	-0.1170. (-1.20)	0.11531 (0.65)	-0.0002 (-3.84)	0.07318 (0.55)	11.28%
24	-0.0115 (-0.85)	0.1257 (0.53)	-0.00016 (-3.15)	0.03320 (0.19)	7.55%
36	0.13303 (0.78)	0.67094 (0.23)	-0.00004 (-0.06)	-0.2193 (-0.10)	0.04%

*** Significatif au seuil de 1%

** Significatif au seuil de 5 %

* Significatif au seuil de 10 %

Le tableau 8 rapporte les résultats pour des portefeuilles pondérés par la capitalisation. Nous constatons une destruction de valeur pour les 12, 24 et 36 mois après l'acquisition. En effet, les alphas sont négatifs et statistiquement significatifs au seuil de 1%, aux alentours de 2%.

Tableau 8: Rendements anormaux du modèle à 3 facteurs de Fama et French (1993) sans chevauchements (portefeuilles pondérés par la capitalisation)

	α	β	h	S	R^2 ajusté
12	-0.02 (-3.46)***	-0.0049 (-0.05)	0.000025 (1.03)	0.05041 (0.66)	1%
24	-0.02 (3.74)***	0.02116 (0.23)	0.000032 (1.56)	0.06776 (0.97)	2.38%
36	-0.0203 (-3.86)***	0.02249 (0.25)	0.0000191 (1.74)*	0.06763 (0.82)	2.56%

*** Significatif au seuil de 1%

** Significatif au seuil de 5 %

* Significatif au seuil de 10 %

Ainsi, aussi bien pour l'échantillon avec cas de chevauchement que l'échantillon sans chevauchement, il semble que les F-A canadiennes sont sources de destruction de valeur pour les acquéreurs lorsque nous considérons des portefeuilles pondérés par la capitalisation boursière. Ces résultats confortent ceux trouvés par Loderer et Martin (1992), Agrawal, Jaffe et Mandelker (1992) et Loughran et Vijh (1997) pour le marché américain, ainsi que ceux d'André et al. (2004) pour le marché canadien.

6.2 Déterminants potentiels de la performance à long terme des acquéreurs canadiens

Nous avons mesuré dans la section précédente la performance à long terme des F-A canadiennes. Nous constatons que pour les portefeuilles pondérés par la capitalisation, les acquéreurs enregistrent une performance anormale négative significative. Nous proposons dans cette section de déterminer les déterminants potentiels de cette sous-performance.¹⁴

Notons que nous calculons à cet effet les alphas du modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) pour des portefeuilles pondérés par la capitalisation boursière. Par ailleurs, nous considérons un échantillon sans chevauchements.

Nous explorons l'effet des facteurs suivants :

¹⁴ L'échantillon comprend 828 opérations. Il est décomposé en plusieurs sous-échantillons selon chaque déterminant. Nous utilisons des portefeuilles pondérés par la capitalisation et sans chevauchements. Afin de tester les différences entre les différents sous-portefeuilles, nous régressons la différence des rendements anormaux de chaque sous-échantillon.

- La méthode de paiement : paiement en espèces, par actions ou hybride.
- Le profil de l'acquéreur (valeur ou croissance) : Les entreprises de valeur sont celles ayant ratio VM/VC inférieur à 1 et celles ayant ratio VM/VC supérieur à 1 appartiennent au sous-échantillon croissance.
- L'attitude de l'acquéreur (hostile ou amicale)
- Le secteur d'activité (relié ou non relié) : Si une opération implique un regroupement entre deux firmes ayant le même code SIC à 4 chiffres (Standard Industrial classification) il s'agit d'une F-A reliée.
- Le pays de la cible : Canada ou États-Unis.
- Le statut de la cible : cible privée, publique ou filière.

Pour chacun de ces facteurs, nous divisons l'échantillon en deux ou en trois sous-échantillons et nous reportons les alphas pour chaque sous-échantillon ainsi que pour les différences de rendements de chaque sous-portefeuille. Le tableau 9 reporte les rendements anormaux sur un horizon de 36 mois pour chacun des facteurs.

Pour la méthode de paiement, les opérations payées en espèces et celles payées en actions enregistrent respectivement une performance anormale négative et significative de -2.59% (statistique- $t=-4.79$) et de -1.82% (statistique- $t=-2.17$). Ce résultat suggère que les transactions payées en espèces détruisent davantage de valeur que celles payées par actions. Nous rejetons donc l'hypothèse du mode de

paiement qui stipule que les transactions payées par actions sous-performent par rapport à celles payées en espèces.

La classification des entreprises selon leur profil révèle que les acquéreurs de valeur sous-performent par rapport à leurs pairs de croissance avec des alphas significatifs au seuil de 1% respectivement de -3.26% et -2.55%. Nous rejetons ainsi l'hypothèse d'extrapolation selon laquelle les acquéreurs ayant ratio VM/VC élevé sous-performent à long terme ceux ayant un ratio VM/VC faible.

En ce qui concerne l'impact de l'attitude de l'acquéreur sur la performance à long terme, les résultats montrent que les transactions amicales affichent un rendement anormal négatif et significatif de -1.53% (statistique- $t = -2.07$) alors que les transactions hostiles génèrent, quant à elles, un rendement anormal négatif de -3.46% mais non significatif. Ce résultat soutient faiblement l'idée selon laquelle les F-A amicales créent davantage de valeur (effets de synergies) grâce à la collaboration avec l'équipe dirigeante de la cible.

Lorsque nous analysons notre échantillon en fonction de la similarité des secteurs d'activité, nous trouvons que les regroupements entre entreprises ayant des activités reliées génèrent une performance anormale négative et significative de -2% tandis que ceux impliquant des entreprises ayant des activités non reliées une performance anormale significative de 2.04%.

La subdivision de l'échantillon en fonction du statut de la cible démontre que les F-A impliquant des cibles publiques et des filières entraînent

une destruction de valeur statistiquement significative de 2.19% et de 1.38% respectivement. Par contre, les résultats sont non significatifs pour les acquisitions impliquant des cibles privées.

Plus encore, les F-A domestiques semblent détruire plus de valeur que les F-A impliquant des cibles américaines avec des rendements anormaux significatifs respectivement de -2.26% et -1.54%.

Tableau 9: Rendements anormaux en temps calendaire selon les différents déterminants

	Alpha (%) 36 mois	Statistique-t	R ² ajusté (%)
<u>MODE DE PAIEMENT</u>			
Espèces (1)	-2.59	-4,79***	1,47
Hybrides (2)	-1.2	-1,61	3,15
Actions (3)	-1.82	-2,17**	0,85
(1)-(2)	-1.29	-1,25	3,13
(1)-(3)	-0.79	-0,96	0,4
(2)-(3)	0.33	0,36	1,88
<u>PROFIL</u>			
Croissance (1)	-2.55	- 6,36***	3.24
Valeur (2)	-3.26	-14,88***	5.59
(1)-(2)	0.9	2.34**	0.16
<u>ATTITUDE</u>			
Amicale (1)	-1.53	-2,07**	63,2
Hostile (2)	-3.46	-1,1	0,23
(1)-(2)	2.89	1,13	24,82
<u>ACTIVITÉ</u>			
Reliée (1)	-2.01	-2,75***	62,21
Non-reliée (2)	-2.04	-3,45***	2,11
(1)-(2)	-0.053	-0,07	62,45
<u>STATUT CIBLE</u>			
Publique (1)	-2.191	-4,45***	2,32
Privée (2)	-0.65	-0,36	0,31
Filière (3)	-1.38	-1,79*	42,53
(1)-(2)	-2.1	-1,16	0,32
(1)-(3)	-0.18	-1,17	57,25
(2)-(3)	1.27	0,67	0,05
<u>PAYS CIBLE</u>			
Canada (1)	-2.26	-3,99***	2,33
États-Unis (2)	-1.54	-2,47**	1,15
(1)-(2)	0.69	1,25	2,25

*** Significatif au seuil de 1%

** Significatif au seuil de 5 %

* Significatif au seuil de 10 %

CONCLUSION GÉNÉRALE

Nous nous sommes intéressés dans le cadre de ce mémoire à la performance à long terme des fusions-acquisitions canadiennes. Nous avons, à cet effet, utilisé un échantillon de 1337 opérations de F-A canadiennes ayant eu lieu entre 1994 et 2009.

Nous avons dans un premier temps analysé l'existence ainsi que l'ampleur de la performance anormale sur un horizon de douze, vingt quatre et trente six mois. Ensuite, nous avons essayé de déterminer les facteurs expliquant cette performance.

Sur le plan méthodologique, nous avons adopté l'approche calendaire préconisée par Fama (1998). La performance à long terme des F-A a été estimée en ayant recours au modèle à trois facteurs de Fama et French (1993). Nous avons choisi la procédure des Moindres Carrées Pondérées (MCP) pour effectuer les régressions. Nous avons également effectué différents tests de robustesse (portefeuilles équipondérés et portefeuilles pondérés par la capitalisation boursière, un échantillon avec cas de chevauchements et un autre purgé).

Nos résultats révèlent que les F-A sont sources de destruction de valeur pour les acquéreurs canadiens. Aussi bien pour l'échantillon avec chevauchements que celui sans chevauchements, les acquéreurs enregistrent une performance anormale négative et significative sur un

horizon de 36 mois lorsque nous envisageons une pondération par la capitalisation boursière.

Nous nous sommes penchés par la suite sur l'analyse des facteurs pouvant expliquer cette performance. La subdivision de l'échantillon en fonction des facteurs méthode de paiement, profil et attitude de l'acquéreur, secteur d'activité, pays et statut de la cible conforte l'hypothèse de la destruction de valeur à long terme pour les acquéreurs. Nous obtenons pour chaque sous-portefeuille un alpha mensuel négatif aux alentours de 2% statistiquement significatif sur un horizon de 3 ans.

Malgré les résultats intéressants de notre travail, la problématique de la performance à long terme des F-A mérite d'être davantage analysée. En effet, l'utilisation des études d'évènement à long terme engendre inévitablement des biais statistiques non négligeables. D'ailleurs, nous avons noté certains résultats extrêmes qui sont dus vraisemblablement à des considérations méthodologiques.

En outre, ce travail ouvre la voie à d'autres horizons de recherche. Il serait intéressant d'étudier l'impact à long terme des F-A sur la performance opérationnelle des acquéreurs. Combinée à l'étude de la performance financière, l'analyse de la performance opérationnelle permettra probablement une meilleure compréhension de la dynamique des F-A. De plus, pour justifier l'échec des F-A, les dirigeants d'entreprises acquéreuses invoquent souvent des divergences quant au style de direction ou quant à la culture d'entreprise. Il serait par

conséquent opportun d'inclure des variables de gouvernance ou encore des variables liées à la culture d'entreprise pour expliquer la performance à long terme des F-A.

BIBLIOGRAPHIE

Agrawal, A., J. Jaffe, et G. Mandelker, 1992, "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re- Examination of An Anomaly", *Journal of Finance* 47, pp. 1605-1621.

Agrawal, A., et J. Jaffe, 2000, "The Post-Merger Performance Puzzle", *Advances in Mergers and Acquisitions*, Cary Cooper and Alan Gregory, Eds., Vol.1, Stamford, CT, JAI Press, pp. 7-41.

Andrade, G ., M. Mitchell, et E. Stafford, 2001, "New Evidence and Perspectives on Mergers", *Journal of Economic Perspectives* 15, pp. 103-120.

Andre, P., Kooli, M., et L'Her, J., 2004. "The long-run performance of mergers and acquisitions: Evidence from the Canadian stock market", *Financial Management*, Winter, pp. 27–43.

Barber, M.B. et J.D. Lyon, 1997, "Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics* 43, pp. 341-372.

Boehme, R.D. et S.M. Sorescu, 2002, "The Long-Run Performance Following Dividend Initiations and Resumptions: Underreaction or Product of Chance?", *Journal of Finance* 57, pp. 871-900.

Bösecke, K. 2009. "Value Creation in Mergers, Acquisitions, and Alliances", *Éditeur Gabler*.

Chatterjee, S, 1986, "Types of synergy and economic values: the impact of acquisitions on merging and rival firms", *Strategic Management Journal* 7, pp. 119-139.

Conn, R., A. Cosh, P. Guest, et A. Hughes, 2005, " The impact on U.K. acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions", *Journal of Business Finance & Accounting* 32, pp. 815-870.

Delong, G, 2003, "Does Long-Term Performance of Mergers Match Market Expectations? Evidence from the US Banking Industry", *Financial Management*, Vol. 32, pp. 5-25.

Dutta, S., et V. Jog, 2009, "The long-term performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly", *Journal of Banking & Finance* 33 pp. 1400-1421.

Eckbo E. and K. Thorburn, 2000, "Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, pp. 1-25.

Fama, E.F. and K.R. French, 1993, "Common Risk Factors in The Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics* 33, pp. 3-56.

Fama, E.F. and K.R. French, 1998, "Value versus Growth: The International Evidence", *Journal of Finance* 53, pp. 1975-1999.

Francoeur, C., 2006, "Les études d'événements : les impacts à long terme sur la valeur boursière" Cahier de recherche no.06-02.

Franks, J., R.S. Harris, et S. Titman, 1991, "The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics* 29, pp. 81-96.

Fuller, K., J. Netter, et M. Stegemoller, 2002, "What Do Returns to Acquiring firms tell Us? Evidence From Firms That Make Many Acquisitions", *The Journal of Finance* 57 (4), pp. 1763-1794.

Ghosh A. 2001, "Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions", *Journal of Corporate Finance*, 7 (2), pp. 151-178.

Gregory, A. 1997, "An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms," *Journal of Business Finance and Accounting* 24, pp. 971-1002.

Hayward, M., et Hambrick, D. 1997, "Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris ", *Administrative Science Quarterly* 42, pp. 103-127.

Healy, P.H, K.G. Palepu et R.S. Ruback, 1997, "Which Takeovers are Profitable? Strategic or Financial?", *Sloan Management Review*, pp. 45-57.

Holderness C., et Sheehan D., 1985, "Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors", *Journal of financial economics* 14, pp. 555-579.

Ikenberry, D., J. Lakonishok et T. Vermaelen, 2000, "Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading", *Journal of Financial Economics* 55, pp. 2373-2397.

Jensen, M., et R. Ruback, 1983, "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics* 11, pp. 5-50.

Jensen, M., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review* 76, pp. 323-329.

Kang, J., 1993, "The International Market for Corporate Control: Mergers and Acquisitions of US Firms by Japanese Firms," *Journal of Financial Economics* 34, pp. 345-371.

Kothari, S.P., et Warner, J.B., 2004, "Econometrics of Event Studies", Working paper, Tuck School of Business at Dartmouth, Hanover, NH.

Kruse T. A., Park H. Y., Park K. et Suzuki K, 2007, " Long-term performance following mergers of Japanese companies: The effect of diversification and affiliation", *Pacific-Basin Finance Journal* 15, pp. 154-172.

Loderer, C. et K. Martin, 1992, "Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms", *Financial Management* 21, pp. 69-79.

Loughran, T. et A.M. Vijh, 1997, "Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?", *Journal of Finance* 52, pp. 1765-1790.

Loughran, T. et Ritter, JR, 1999, "Uniformly least powerful tests of market efficiency", *Journal of Financial Economics*, pp.341-372.

Martynova, M., et Renneboog, L., 2008, "A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?", *Journal of Banking and Finance* 32, pp. 2148– 2177.

Meggison, W.L., Morgan, A., et Nail, L., 2004, "The determinants of positive long-term performance in strategic mergers: Corporate focus and cash", *Journal of Banking and Finance* 28, pp. 523–552.

Mitchell, M.L. et E. Stafford, 2000, "Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance", *Journal of Business* 73, pp. 287-320.

Moeller, S., F. Schlingeman, et R. Stulz, 2004, "Firm Size and the Gains from Acquisitions ", *Journal of Financial Economics* 73, pp. 201-228.

Moeller, S.B., et Schlingemann, F.P., 2005, "Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions", *Journal of Banking and Finance* 29, pp. 533–564.

Myers, S.C. et N.S. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13, pp. 187-222.

Porter, M, 1985, "Competitive Advantage", *Free Press New York*

Powell R.G., et Stark A.W, 2005, "Does Operating Performance Increase Post-Takeovers for UK Takeovers? A Comparison of

Performance Measures and Benchmarks", *Journal of Corporate Finance* 11, pp. 293-317.

Rau, P.R. et T. Vermaelen, 1998, "Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics* 49, pp. 223-253.

Ravenscraft, D et Scherer, F, 1987, "Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency", *Brookings: Washington*

Ritter, J.R, 1991, "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, 46(1), pp. 3-27.

Steiner, P, 1975, "Mergers: Motives, Effects, Policies", *University of Michigan Press*.

Sudarsanam, S.et A.A. Mahate, 2003, "Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-acquisition Performance: The UK Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting* 30, pp. 299-341.

Trautwein, F., 1990, "Merger Motives and Merger Prescriptions", *Strategic Management Journal* 11 (4), pp. 283-295.